

## Nergis ve Trump

*"Kötü insanları, narsistik kişilik bozukluğunun spesifik bir varyantı olarak sınıflandırmak oldukça yerinde olur. Psikiyatristler, narsizm olgusuna giderek daha fazla ilgi göstermeye başladılar, ancak konuya ilişkin anlayışımız henüz başlangıç aşamasındadır."*

-M. Scott Peck, People of the Lie

Yunan mitolojisinde Narkissos adıyla sözü edilen, adını narsizme, narkoza, bir çiçek familyasına (nergisgiller) ve bir çiçeğe vermiş olan Narsis (ya da Narkissos), klasik mitolojideki bir kahraman olup, Yunan mitolojisinde Narkissos adıyla sözü edilen, adını narsizme yani aşırı "kendini sevmeye" veya patolojik kendini sevmeye hakkında uyarıcı bir hikâye vardır.

Özellikle iki tür insan kötü eylemlere eğilimlidir; psikopatlar ve kötü niyetli narsistler. Psikopatların kötülük yapma potansiyeli iyi bilinmektedir, ancak sayıca psikopatlardan daha fazla olan dünyadaki kötülüklerin çoğundan sorumlu olanlar habis narsistlerdir. Narsizmin temel özelliği şişirilmiş bir benlik duygusudur. Narsistler kendilerine aşırı güvenirlere ve kim olduklarının ya da ne başardıklarının gerçekliğinin desteklemediği derecede kendilerine hayranlık duyarlar.

Narsistin öz imajını şişirmeyi başaramayan veya daha da kötüsü, narsistin kendi üstünlüğünden şüphe etmesine neden olan herkes, açığa çıkarabileceği öfke ve öfkeyle ünlü karanlık tarafıyla uğraşmak zorundadır. Narsist kişiler kendisini diğer insanların çoğundan daha iyi gördüğünden, genellikle sosyal çevresindeki kişiler üzerinde kontrol ve güç sahibi olmasının doğal olduğunu düşünür.

*"37.000 üniversite öğrencisinden elde edilen verilerde, narsistik kişilik özelliklerinin 1980'lerden günümüze kadar obezite kadar hızlı arttığı ve bu değişimin özellikle kadınlar için belirgin olduğu görülüyor."*

-Jean Twenge and Keith Campbell, The Narcissism Epidemic: Living in the Age of Entitlement

Daha resmi olarak başkan olmadan "Trump faktörü" başladı.

Aralık ortası yazdığımız raporda, şunu belirtmiştik: "ABD hükümetinin kesintiler uygulamazsa bütçe açığını daha da artırmaya yönelik adımları, yüksek borç seviyelerine ilişkin endişeleri artırırken, tıpkı İngiltere'de 2022'de olduğu gibi tahvil piyasasını alt üst edebilir ve tahvil getirilerinde yükselişi tetikleyebilir. Özellikle ABD 10 yıllık tahvil faizlerinin yüzde 5 civarına yükselmesi ve eş zamanlı olarak DXY'nin yükselişi borsaları rahatsız edebilir."

Nitekim sadece ABD değil, global ölçekte faizler yükseldi. ABD doları endeksi DXY yükseldi ve borsalarda bir düzeltme gördük. Görüşlerimiz değişmedi, bu ikisinde de tepe yapıp düşmeye başlayana kadar riskli varlıklar için temkinli olmakta fayda var. Hala ABD 10 yıllık tahvil faizlerinin yüzde 5'i geçebileceğini ve EUR/USD'nin 0,95'e gerileyebileceğini düşünüyoruz.

Bir de tabii Trump faktörü var. Son birkaç raporda Trump'ın neler yapabileceğini yazdık, dolayısıyla tekrarlamaya gerek yok. Trump, önümüzdeki dönemin en önemli aktörlerinden biri olacak. Dolayısıyla kişiliğinden ipuçları çıkarmak, zihnini okumaya çalışmak faydalı. Trump, gerçekte kim?

2025 başlarken en fazla konuşulan şeyler arasında Amerikan 10 yıllık ABD tahvil faizleri, DXY ve Trump'ın gelişi var. Yeni yönetimin; ekonomi politikası normlarını ne ölçüde ihlal ettiği, piyasa görünümünün belirlenmesinde kilit rol oynayacak. Konu, sadece Trump'ın ne yapacağına dair öngöründe bulunmakla ilgili değil. Bunun yerine, "hangi politika nasıl bir ekonomik ve piyasa etkisi yaratabilir" diye bakma lazım. Son raporlarımızda da bunu yapmaya çalıştık. Risklerin ne kadar fiyatlandırıldığına ve hangi ülkelerin daha fazla etkilenebilecek yapıda olduğuna da bakılmasında var. Küresel çıkarımlarımız iyimser değil: Son piyasa hareketlerine rağmen piyasa, ABD ile dünyanın geri kalanı arasındaki kalıcı hasarlar ve/veya da büyük bir ticaret savaşını fiyatlamıyor.

Birçok merkez bankası politikayı beklemeğe aldı (FED), neredeyse otopilota (ECB) bağladı veya para birimlerini yönetmeye (PBoC) ABD haberlerini bekleyerek başladı. Özellikle Yuan ve Yen'in değerlerini önemsiyoruz.

Piyasalar, yılın ilk birkaç ayının Başkan Trump'ın gündeminin hâkimiyetinde olmasını beklerken; politika netliğinin beklenmemesi konusunda da uyarıda bulunuyoruz. Sürekli değişen ve çoğunlukla birbirleriyle çelişen açıklamalar daha olası. Bu artan belirsizlik, risk primlerini yükseltebilir. Trump'ın sözlü müdahale potansiyeli, artık piyasalar için en önemli riskler arasında.

Yurt içine döndüğümüzde TL'de reel değerlenme baskısı beklentisi, yüksek faiz oranları nedeniyle carry trade'lerin devam eden cazibesi ve TCMB'nin döviz pozisyonundaki önemli iyileşme gibi faktörler, Türk

Lirası'ndaki reel değerlenme sürecinin kısa vadede sürdürülebileceğini gösteriyor. Bu, TL ve özellikle kısa vadeli yerel bonolar için olumlu.

Ancak, döviz kurunun ve enflasyon açığının genişlemeye devam etmesi, bazı dış veya iç faktörlere bağlı olarak bir noktada Türk Lirası üzerinde baskılara da yol açabilir. Bu bağlamda, faiz oranı indirim sürecinin enflasyondaki düşüşe paralel olarak kademeli olarak uygulanması ve sürdürülmesi de kritik önem taşıyor. TL'nin reel değerlenmesine ek olarak, hizmet enflasyonundaki iyileşmenin desteğiyle TÜFE enflasyonunda kademeli bir düşüş devam edebilir.

Türkiye dış borcuna (Eurobond) ilişkin görüşümüz nötr. Ülkenin risk priminde daha fazla iyileşme beklememize rağmen, spread daralması uzun bir yol kat etti. Daha da önemlisi, UST oranlarında bir artış bekliyoruz. Örneğin, görüşümüze göre, UST10Y getirilerinin düşmeden önce ilk çeyrekte yüzde 5'in üzerinde olması muhtemel. Bu nedenle, toplam getiri bazında, önümüzde daha iyi satın alma seviyeleri var gibi görünüyor.

Hisse senetlerinde ayrıntılı yıllık strateji raporumuzu yayınlayacağız. Bununla birlikte, makro strateji bazında, karşıt bir duruş sergilediğimize inanıyoruz ve önümüzdeki yılın iyi olacağını düşünüyoruz. Hatırlatmak gerekirse, geçen yıl yabancılardan çıkışlar görüldü. Bunun tersini bu sene görebiliriz.

Türkiye'nin ana "yatırım hikâyesi", enflasyonun düşmesi ve TCMB faiz indirimleri. Enflasyon muhasebesi resmi bulanıklaştırırsa da, Türk hisse senetleri dünyanın en düşük seviyelerinde işlem görüyor. Ayrıca, Batı ve özellikle ABD ile daha iyi ilişkiler olası görünüyor. Suriye sorunu ise hem potansiyel getiri hem de potansiyel riskler yaratıyor.

Son dönem açıklanan bazı makro veriler ise şöyle: Aralık 2024'te Hazine nakit dengesi 323,9 milyar TL bütçe ve 259,3 milyar TL faiz dışı açık kaydetti. Geçen yıl Aralık ayında nakit dengesi 197,3 milyar TL, faiz dışı denge ise 169,4 milyar TL açık vermişti. Böylece, 12 aylık toplam nakit açığı Kasım'daki 1.966 milyar TL seviyesinden Aralık'ta 2.092,5 milyar TL'ye çıkarken, aynı dönemde faiz dışı açık 839,3 milyar TL'den 929,2 milyar TL'ye geldi.

Finansman tarafında Hazine, Aralık'ta 323,9 milyar TL'lik nakit açığına karşın 138,7 milyar TL'lik net borçlanma gerçekleştirdi. Böylece Hazine'nin kasa/banka hesabı 185 milyar TL'lik azalış kaydetti. Detaylarda Hazine yurt içi piyasalarda 143 milyar TL net borçlanma gerçekleştirirken, yurt dışı piyasalarda ise 4,3 milyar TL ile net borç ödeyicisi oldu.

2024'te nakit dengesinin önceki yıla göre belirgin bozulduğunu görüyoruz. 2023 yılının tamamında 625,8 milyar TL olan nakit açığı, 2024 yılında 2.092,5 milyar TL'ye yükseldi. Faiz dışı denge de 2024'de 929,2 milyar TL açık ile önceki senedeki 72 milyar TL açığa oranla ciddi bir bozulma söz konusu. 2024'ün tamamında gelirlerde yüzde 66,8'lik bir artış yaşanırken giderler yüzde 84,3 yükseldi.

Finansman tarafında Hazine'nin tüm sene boyunca (net) 1,541.2 milyar TL ile nakit açığının (2.092,5 milyar TL) belirgin altında bir borçlanma gerçekleştirdiğini görüyoruz. Bu borçlanmanın tamamına yakın olan 1.514,8 milyar TL'si iç piyasalardan, 26 milyar TL'si ise dış piyasalardan yapıldı. Bu şekilde Hazine'nin kasa/banka hesabında 417,9 milyar TL'lik bir düşüş kaydedildi.

Kasım 2024'te sanayi üretimi yıllık yüzde 1,5 arttı. Sanayi üretimi, takvim ve mevsimsellikten arındırılmış şekilde Kasım ayında aylık yüzde 2,9'luk artışla belirgin toparlanma gösterdi.

Sanayinin alt sektörleri incelendiğinde, 2024 yılı Kasım ayında madencilik ve taş ocakçılığı sektörü endeksi, bir önceki yılın aynı ayına göre yüzde 6,6 azaldı, imalat sanayi sektörü endeksi yüzde 1,2 arttı ve elektrik, gaz, buhar ve iklimlendirme üretimi ve dağıtım sektörü endeksi yüzde 11,1 arttı.

Aylık bazda baktığımızda ise Kasım ayında manşet endekste ki toparlanmanın aylık yüzde 8,4 artan sermaye mali imalatı ile aylık yüzde 5,6 yükselen enerji imalatından kaynaklandığını görüyoruz. Diğer yandan dayanıklı tüketim mali imalatında yüzde 1,9'luk düşüş dikkat çekiyor.

4. çeyrekteki gelişmeler, ekonomik faaliyetin ivmesinin yavaş yavaş yukarı doğru döndüğüne dair beklentilerimizi doğruluyor gibi görünüyor. Faaliyetin, daha sıkı finansal koşullar ve özel tüketimdeki normalleşme nedeniyle önceki iki çeyrekte daraldıktan sonra, 4. çeyrekte çeyrek bazında büyümesi muhtemel.

Üretimdeki bu nispi zayıflığa rağmen, perakende satışlar ve tüketici beklentileri gibi göstergelere göre, halihazırda çok sınırlı bir soğuma gösteren tüketim eğiliminin, son aylarda tekrar yukarı doğru hareket etmeye başladığına dair işaretler gözlemliyoruz. Örneğin, Bloomberg HT Tüketici Güven Endeksi Kasım ayında aylık yüzde 4,9 artarak 72'ye çıktı. TÜİK'e göre tüketici eğilim anketi sonuçlarından hesaplanan tüketici güven endeksi, Kasım ayında 79,8 iken Aralık ayında yüzde 1,9 oranında artarak 81,3 oldu.

Kasım 2024'de ticaret satış hacmi yıllık yüzde 8,7 arttı, perakende satış hacmi yıllık yüzde 16,4 yükseldi. Ticaret satış hacmi aylık yüzde 0,9 artış kaydetti, perakende satış hacmi aylık yüzde 1,9 yukarı çıktı.

Kasım ayında cari işlemler hesabı 2,87 milyar dolar açık verdi. TCMB verilerine göre cari işlemler hesabı 2024 yılı Kasım ayında 2,87 milyar dolar açık verdi. (Ekim 2024: 1,84 milyar dolar fazla, Ocak-Kasım 2024: 5,6 milyar dolar açık, Kasım 2023: 2,6 milyar dolar açık, Ocak-Kasım 2023: 38,7 milyar dolar açık). Bloomberg'de yer alan ortalama piyasa beklentisi 3,35 milyar dolar açık idi.

Böylelikle 12 aylık cari işlemler açığı Ekim ayındaki 7,1 milyar dolardan 2024 Kasım ayında 7,4 milyar dolara artış gösterdi. Ekim ayında 53,8 milyar olan on iki aylık dış ticaret açığı ise 2024 Kasım ayında 54,6 milyar dolara yükseldi.

Cari açıkta görülen kötüleşmede dış ticaret açığının geçen yılın üzerinde gerçekleşmesi etkili oldu. Kasım ayına baktığımızda dış ticaret açığı 5,2 milyar dolar olarak gerçekleşti. Hizmetler dengesi kaynaklı net girişler ise 3,7 milyar dolar fazla verdi. Bu doğrultuda Kasım ayında altın hariç cari işlemler hesabı 1,1 milyar dolar açık, enerji hariç cari işlemler hesabı 1,7 milyar dolar fazla verirken, altın ve enerji hariç cari işlemler hesabının 3,4 milyar dolar fazla verdiğini görüyoruz.

Finansman tarafına baktığımızda; Kasım ayında doğrudan yatırımlarda 582 milyon dolar, portföy yatırımlarında ise 1,2 milyar dolar net giriş görülüyor. Detaylara baktığımızda, yabancı yatırımcılar hisse senedi piyasasında 39 milyon dolar, devlet iç borçlanma senetlerinde ise 1,6 milyar dolar civarında net alış yaptı. Ayrıca Kasım ayında yurt dışındaki tahvil ihraçlarıyla ilgili olarak Genel Hükümet 402 milyon dolar ödeme, bankalar ve diğer sektörler ise sırasıyla 585 milyon dolar ve 430 milyon dolar net borçlanma gerçekleştirdi. Diğer taraftan diğer yatırımlar altında yurt dışı bankaların yurt içindeki mevduatları ise 260 milyon dolar artış gösterdi. Ayrıca yurt dışından sağlanan kredilerle ilgili olarak bankalar ve Genel Hükümet sırasıyla 3,2 milyar dolar ve 174 milyon dolar net kredi kullandı.

Kısacası finans hesabı, Kasım ayında 5,7 milyar dolar giriş kaydetti. Kasım ayında 1,5 milyar dolar kaynağı belli olmayan sermaye çıkışı gerçekleşti. Böylelikle TCMB rezervleri Kasım ayında 1,3 milyar dolar artış gösterdi.

#### ÇEKİNCE:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından

pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.